

PROGRAMUL **„Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2015-2017)”**

I. Dispoziții generale

În conformitate cu prevederile Legii nr. 419-XVI din 22 decembrie 2006 cu privire la datoria publică, garanțiile de stat și recreditarea de stat, Ministerul Finanțelor administrează datoria de stat și garanțiile de stat. În acest scop a fost elaborat Programul „Managementul datoriei de stat pe termen mediu pentru anii 2015-2017” (în continuare – Program). Actualitatea prezentului Program este determinată de situația geopolitică din regiune, ale cărei efecte ar putea avea impact direct asupra economiei și condițiilor pieței locale.

Totodată, pe termen mediu, Republica Moldova va obține finanțare la costuri mai înalte, precum și va explora noi oportunități de finanțare. Acest proces ar putea fi însoțit de apariția unor noi riscuri sau de acutizarea celor existente, fapt care ar trebui luat în considerare în procesul de gestiune a datoriei de stat.

Programul stabilește obiectivul fundamental al procesului de management al datoriei de stat, obiectivele specifice, precum și acțiunile care vor fi întreprinse pentru realizarea obiectivelor.

Întrucât managementul datoriei de stat reprezintă un proces continuu, acest document va fi revizuit și actualizat anual în baza noilor necesități de finanțare, concomitent cu actualizarea prognozelor macroeconomice. Aceasta va permite redefinirea adecvată și în timp util a obiectivelor și acțiunilor stabilite, în funcție de dezvoltarea economică și evoluția pieței.

Programul se axează pe descrierea structurii portofoliului datoriei de stat, formularea strategiilor alternative de asigurare a necesităților de finanțare și identificarea factorilor de cost și de risc aferenți. Prezentul document a fost elaborat cu utilizarea instrumentului analitic *Medium Term Debt Management Strategy (MTDS AT)*, dezvoltat de grupul Banca Mondială–Fondul Monetar Internațional. Instrumentul oferă estimări cantitative aferente raportului cost/risc asociat cu strategiile alternative de asigurare a necesităților de finanțare, precum

și permite efectuarea de simulări ale impactului diverselor scenarii de evoluție a indicatorilor de piață asupra datoriei de stat și a deservirii acesteia.

La elaborarea prognozelor datoriei de stat, precum și a strategiilor alternative de asigurare a necesităților de finanțare pe termen mediu au fost utilizate proiecțiile macroeconomice actualizate, furnizate de Ministerul Economiei.

În cadrul prezentului Program a fost realizată o analiză cantitativă a patru strategii alternative de finanțare, bazate pe diferite scenarii ale evoluției condițiilor pieței locale și externe. Ca urmare a simulărilor modelului MTDS AT, Strategiei de bază, care reiese din actualele condiții de piață, îi sînt asociați indicatorii de cost și de risc optimi obținuți pentru situația de la sfîrșitul anului 2017.

Astfel, conform acestei Strategii, în perioada 2015-2017 necesitățile de finanțare ale bugetului de stat vor fi acoperite, în proporție de aproximativ 85% anual, din surse externe. Împrumuturile de stat externe vor fi obținute, în proporție de aproximativ 90%, de la instituțiile multilaterale. Finanțarea internă netă va urma o tendință în general constantă în perioada de referință, principalele instrumente fiind valorile mobiliare de stat emise prin licitații.

Ca pondere în PIB, datoria de stat se va menține la nivelul de 23,6% la sfîrșitul anului 2017, fără oscilații semnificative comparativ cu valoarea înregistrată la sfîrșitul semestrului I al anului 2014. Sumele prognozate pentru serviciul datoriei de stat vor urma o tendință ascendentă în perioada 2015-2017.

Privitor la riscurile aferente portofoliului datoriei de stat, cea mai mare expunere este față de riscurile de piață, și anume riscul valutar, riscul de refinanțare și riscul ratei de dobîndă. Expunerea față de riscul valutar se datorează faptului că peste 70% din datoria de stat este în valută străină. Cu toate acestea, optimizarea riscului valutar se efectuează prin diversificarea valutilor care intră în componența datoriei de stat externe.

În vederea monitorizării continue a riscurilor și evitării expunerii majore a portofoliului datoriei de stat față de anumite tipuri de risc, au fost stabiliți parametri de risc reieșind din structura curentă a portofoliului datoriei de stat. În funcție de evoluția acestora, structura portofoliului datoriei de stat urmează a fi ajustată cu ajutorul instrumentelor relevante. Devieri minore de la limitele propuse sînt permise în cazul în care acestea nu cauzează riscuri financiare adiționale.

Tabelul 1

Parametrii de risc și sustenabilitate aferenți datoriei de stat

Parametri de risc pentru perioada 2015-2017	Valoarea
Ponderea datoriei de stat scadentă în decurs de un an în totalul datoriei de stat	$\leq 35\%$
Ponderea datoriei de stat interne în totalul datoriei de stat	$\geq 20\%$
Ponderea datoriei de stat într-o anumită valută străină în totalul datoriei de stat	$\leq 50\%$
Ponderea datoriei de stat cu rata dobânzii fixă în totalul datoriei de stat	$\geq 50\%$
Parametri de sustenabilitate pentru perioada 2015-2017	
Ponderea serviciului datoriei de stat în veniturile pe componenta de bază a bugetului de stat	$\leq 22\%$
Ponderea datoriei de stat și a unităților administrativ-teritoriale în PIB	$\leq 60\%$

Pe lângă parametrii de risc aferenți structurii datoriei de stat, urmează a fi monitorizați și doi indicatori de sustenabilitate ai datoriei de stat, și anume (tabelul 1):

1) ponderea serviciului datoriei de stat în veniturile pe componenta de bază a bugetului de stat. Acest indicator este stabilit în baza metodologiei propuse în Cadrul sustenabilității datoriei pentru țările cu venituri mici (Banca Mondială – Fondul Monetar Internațional, martie 2014);

2) ponderea datoriei de stat și a unităților administrativ-teritoriale în PIB. Nivelul acestui indicator este stabilit în Tratatul de la Maastricht, drept unul dintre criteriile pe care trebuie să le respecte statele membre ale Uniunii Europene.

Deși acest indicator include, pe lângă datoria de stat, datoria unităților administrativ-teritoriale, în contextul prezentului Program va fi analizată doar datoria de stat, iar valoarea acestui indicator va fi inclusă în rapoartele trimestriale privind situația în domeniul datoriei publice, garanțiilor de stat și recreditării de stat publicate pe pagina web a Ministerului Finanțelor.

Valoarea acestor indicatori nu poate fi influențată direct în procesul de management al datoriei de stat. Cu toate acestea, monitorizarea lor este importantă, întrucât oferă o viziune de ansamblu asupra gradului de îndatorare al țării și servesc drept punct de reper în deciziile de finanțare.

De asemenea, a fost analizată influența modificărilor ratelor de dobândă și a cursurilor de schimb asupra costurilor aferente datoriei de stat pe termen mediu, cu scopul de a examina volatilitatea portofoliului datoriei de stat la

expunerea față de riscul ratei de dobândă și cel valutar. Au fost elaborate patru scenarii de șoc care vizează deprecierea leului moldovenesc față de dolarul SUA, euro și yenul japonez și majorarea ratelor de dobândă atât pe piața externă, cât și pe cea internă. Raționamentul care s-a aflat la baza selectării acestor șocuri a fost evoluția cursurilor de schimb și a ratelor de dobândă din ultimii doi ani, inclusiv evoluția acestora în anul de criză 2009.

Pentru a urmări efectele șocurilor stabilite asupra portofoliului datoriei de stat, au fost analizați următorii indicatori: ponderea datoriei de stat în PIB, a serviciului datoriei de stat în PIB și a serviciului datoriei de stat în veniturile pe componenta de bază a bugetului de stat.

Principalele concluzii care au fost stabilite în baza datelor prezentate constau în faptul că volumul datoriei de stat prezintă cea mai mare expunere față de riscul valutar, iar serviciul datoriei de stat, adică costul asociat acesteia, este expus în cea mai mare măsură riscului ratei de dobândă.

II. Implementarea Programului „Managementul datoriei de stat pe termen mediu (2014-2016)”

Pe parcursul semestrului I al anului 2014, politica în domeniul managementului datoriei de stat a fost orientată spre atingerea obiectivului fundamental de asigurare a necesităților de finanțare ale bugetului de stat la nivel acceptabil de cheltuieli pe termen mediu și lung, în condițiile limitării riscurilor implicate.

De asemenea, pe parcursul semestrului I al anului 2014 au fost întreprinse acțiuni pentru atingerea obiectivelor specifice de gestionare a datoriei de stat, și anume:

1) limitarea extinderii garanțiilor de stat la proiectele prioritare pentru economia națională, cu condiția că toate cerințele legii sunt respectate.

Astfel, în primele șase luni ale anului 2014 nu au fost emise garanții de stat;

2) continuarea diminuării treptate a datoriei Guvernului față de Banca Națională a Moldovei.

Având în vedere necesitatea prioritizării programelor de cheltuieli ale bugetului de stat pe termen mediu, în Legea bugetului de stat pe anul 2014 nu a fost prevăzută răscumpărarea valorilor mobiliare de stat convertite. Astfel, soldul valorilor mobiliare de stat convertite a rămas la nivelul de la începutul anului și, la situația din 30 iunie 2014, a constituit 2 063,4 mil. lei;

3) întreprinderea eforturilor în vederea sporirii maturității valorilor mobiliare de stat prin emisiuni pe termen mai lung de circulație, în scopul de a susține crearea unei curbe de randament și dezvoltarea pieței primare interne.

În vederea realizării acestui obiectiv, pe parcursul semestrului I al anului 2014 a continuat modificarea treptată a structurii valorilor mobiliare de stat cu scadența de pînă la un an emise pe piața primară, dar, totodată, începînd cu trimestrul II al anului 2014, după o pauză de 9 ani, au fost relansate în circulație obligațiunile de stat cu dobîndă fixă pe termen de 3 ani.

Ca rezultat al acțiunilor întreprinse, ponderea majoră în totalul valorilor mobiliare de stat aflate în circulație pe piața primară, conform situației de la 30 iunie 2014, au înregistrat-o bonurile de trezorerie cu scadența de 364 de zile (47,4%), urmate de cele cu scadența de 182 de zile (37,3%) și 91 de zile (10,4%). Comparativ cu semestrul I al anului 2013, ponderea bonurilor de trezorerie cu scadența de 364 de zile aflate în circulație s-a majorat cu 3,4 puncte procentuale (p.p.), iar ponderea bonurilor de trezorerie cu scadența de 182 și 91 de zile s-a micșorat cu 0,9 p.p., și, respectiv, 2,5 p.p. Astfel, scadența medie ponderată anuală a valorilor mobiliare de stat aflate în circulație, conform situației de la 30 iunie 2014, a crescut cu 12 zile față de situația de la începutul anului 2014 și a constituit 224 zile.

În scopul realizării obiectivelor propuse, Ministerul Finanțelor a întreprins următoarele acțiuni:

1) a fost monitorizată sustenabilitatea datoriei de stat. În acest context, indicatorii sustenabilității datoriei de stat au fost calculați trimestrial și publicați în rapoartele privind situația în domeniul datoriei publice, garanțiilor de stat și recreditării de stat;

2) au fost întreprinse eforturi pentru menținerea costurilor datoriei de stat pe termen mediu și lung la nivel acceptabil, precum și pentru optimizarea riscurilor aferente portofoliului datoriei de stat. În acest context, s-a urmărit contractarea împrumuturilor de stat externe pe termen mediu și lung, ținînd cont de raportul cost/risc. Astfel, pe parcursul primului semestru al anului 2014 au fost negociate 8 acorduri de împrumut în valoare totală de aproximativ 272,5 mil. dolari SUA, fiind semnate 4 acorduri de finanțare. Dintre acestea, trei acorduri au fost încheiate cu instituțiile financiare internaționale. Maturitatea împrumuturilor variază de la 25 de ani pînă la 40 de ani, iar rata dobînzii este preponderent fixă, între 0,15% și 2,0%.

În ceea ce privește costurile asociate datoriei de stat, la situația de la sfîrșitul semestrului I al anului 2014, ponderea serviciului datoriei de stat în veniturile pe componenta de bază a bugetului de stat a constituit 2,7%, fără a înregistra modificări în comparație cu perioada similară a anului 2013;

3) la capitolul optimizării riscurilor financiare (riscul de refinanțare, riscul valutar, riscul ratei de dobîndă), au fost monitorizați parametrii de risc asociați datoriei de stat, care, potrivit situației din 30 iunie 2014, au înregistrat următoarele valori:

a) maturitatea rămasă, exprimată prin ponderea datoriei de stat care ajunge la scadență în decurs de un an în totalul datoriei de stat – 25,9%;

b) ponderea datoriei de stat interne în portofoliul datoriei de stat – 27,7%;

c) ponderea datoriei de stat într-o anumită valută străină în totalul datoriei de stat – 31,0%;

d) ponderea datoriei cu rata dobânzii fixă în portofoliul datoriei de stat – 53,3%.

Astfel, toți indicatorii s-au încadrat în limitele stabilite. Comparativ cu situația anului 2013, indicatorii riscului de refinanțare și ai riscului ratei de dobândă demonstrează diminuarea expunerii portofoliului datoriei de stat față de aceste riscuri.

Alți indicatori ai riscurilor de piață aferenți datoriei de stat sînt prezentați în tabelul 2.

Tabelul 2

**Indicatorii riscurilor de piață aferenți datoriei
de stat de la situația din 30 iunie 2014**

Indicatori	Datoria de stat internă	Datoria de stat externă	Totalul datoriei de stat
1. Riscul de refinanțare			
a) Perioada medie de maturitate a datoriei de stat (ATM), ani	0,8	11,5	8,9
b) Datoria scadentă în decurs de 1 an, %	96,0%	3,8%	25,9%
2. Riscul valutar			
Structura datoriei de stat pe componente, %	27,7%	72,3%	100,0%
3. Riscul ratei de dobîndă			
a) Ponderea datoriei cu rata dobînzii flotantă în total, %	97,7%	27,1%	46,7%
b) Perioada medie de refixare a datoriei de stat (ATR), ani	0,7	9,3	6,9
c) Datoria cu rata dobînzii ce urmează a fi refixată în decurs de 1 an, %	99,0%	28,2%	47,8%

În baza indicatorilor riscurilor de piață pot fi formulate următoarele concluzii:

a) portofoliul datoriei de stat este expus în cea mai mare măsură riscului valutar, deoarece circa 70% din soldul datoriei de stat reprezintă datorie de stat externă, respectiv este denominată în valută străină;

b) datoria de stat internă este expusă în cea mai mare măsură riscului de refinanțare și riscului ratei de dobîndă, din cauza instrumentelor de datorie preponderent pe termen de pînă la un an, precum și a instrumentelor cu maturitatea mai mare de un an cu rata dobînzii flotantă. Astfel, o majorare a

ratelor de dobândă pe piața internă va avea un impact semnificativ asupra costurilor aferente datoriei de stat;

c) datoria de stat externă se caracterizează prin indicatori ce nu prezintă o expunere majoră față de riscul de refinanțare și riscul ratei de dobândă. Această situație se datorează faptului că instrumentele datoriei de stat externe sînt preponderent pe termen lung și că mai puțin de 30% din datoria de stat externă este purtătoare de rată a dobînzii flotantă.

La capitolul optimizării riscului de credit, pe parcursul semestrului I al anului 2014 s-a redus riscul efectuării plăților de către Ministerul Finanțelor în calitate de garant, datorită rambursării în termen a sumelor prognozate spre achitare de către debitorul garantat S.A. „Apă-Canal Chișinău” în favoarea BERD. Astfel, la situația din 30 iunie 2014, S.A. „Apă-Canal Chișinău” este unicul agent economic beneficiar al garanției de stat externe, iar alte garanții de stat nu au fost acordate.

La capitolul optimizării riscului operațional, s-a pus accentul pe îmbunătățirea continuă a capacității personalului prin instruirii interne și externe, pe consolidarea sistemului de management și control intern în cadrul Direcției generale datoriei publice, precum și pe menținerea cu acuratețe a datelor privind datoria publică în sistemul informațional de management al datoriei și analiză financiară (DMFAS);

4) pentru dezvoltarea pieței secundare a valorilor mobiliare de stat și asigurarea condițiilor pentru tranzacționarea valorilor mobiliare de stat cu termen de circulație mai mare de un an la bursa de valori, a fost elaborat Regulamentul privind modul și condițiile admiterii spre tranzacționare a valorilor mobiliare de stat cu termen de circulație mai mare de un an la Bursa de Valori, care a fost aprobat prin Hotărîrea Comisiei Naționale a Pieței Financiare nr.16/6 din 13 martie 2014 și Ordinul ministrului finanțelor nr. 51 din 9 aprilie.

Pe parcursul semestrului I al anului 2014, a fost asigurată publicarea cu regularitate și în timp util pe pagina web a Ministerului Finanțelor a informațiilor privind volumul și structura datoriei de stat interne, calendarul desfășurării licitațiilor de vânzare a valorilor mobiliare de stat, comunicatele de plasare a valorilor mobiliare de stat și de plată a dobînzii la obligațiunile de stat, rezultatele licitațiilor de vânzare a valorilor mobiliare de stat etc. La fel, Ministerul Finanțelor a colaborat permanent cu revista economică „Logos-Press” și Agenția de noutăți de afaceri „InfoMarket” în vederea promovării pieței valorilor mobiliare de stat.

III. Obiectivele managementului datoriei de stat pe anii 2015-2017

Obiectivul fundamental al managementului datoriei de stat este de a asigura necesitățile de finanțare ale bugetului de stat la nivel acceptabil de cheltuieli pe termen mediu și lung în condițiile limitării riscurilor implicate.

Obiectivul fundamental este stabilit pe termen mediu (3 ani) și se referă la portofoliul datoriei de stat. În conformitate cu Legea nr. 419-XVI din 22 decembrie 2006 cu privire la datoria publică, garanțiile de stat și recreditarea de stat, datoria de stat reprezintă obligațiile contractuale pecuniare curente și scadente ale statului și dobânzile datorate și neonorate, apărute din calitatea statului de debitor sau fidejutor, fiind contractate, în numele Republicii Moldova, de Guvern, prin intermediul Ministerului Finanțelor, în monedă națională sau în valută străină.

Suplimentar, în vederea atingerii acestui obiectiv fundamental au fost stabilite câteva obiective specifice de gestionare a datoriei de stat în perioada 2015-2017:

- 1) limitarea extinderii garanțiilor de stat la cazurile care promovează proiectele prioritare pentru economia națională, cu condiția că toate cerințele legii sînt realizate;
- 2) diminuarea treptată a datoriei Guvernului față de Banca Națională a Moldovei;
- 3) dezvoltarea pieței interne a valorilor mobiliare de stat.

În scopul realizării obiectivelor propuse, Ministerul Finanțelor va întreprinde acțiunile descrise mai jos.

1. Monitorizarea sustenabilității datoriei de stat

În vederea realizării acestei acțiuni, managementul datoriei de stat trebuie să fie în concordanță cu politica economică și financiară care urmează să se realizeze în țară.

Cu toate că menținerea indicatorilor datoriei de stat la niveluri sustenabile nu depinde direct de procesul de administrare a datoriei de stat, această acțiune va viza monitorizarea în detaliu a tendințelor indicatorilor principali ai datoriei de stat, pentru a avertiza la timp autoritățile în cazul în care dinamica acestora va depăși limitele acceptabile sau ar putea avea un impact negativ asupra stabilității macroeconomice naționale.

2. Menținerea costurilor asociate datoriei de stat pe termen mediu și lung la nivel acceptabil

În iulie 2011, pentru Republica Moldova au fost schimbate condițiile de creditare privind împrumuturile care urmează a fi contractate de la Banca Mondială prin intermediul Asociației Internaționale de Dezvoltare (AID) la „Blend terms”, ceea ce presupune o maturitate a împrumuturilor de 25 de ani, inclusiv o perioadă de grație de 5 ani și o rată cumulativă a dobânzii de 2,0%. Această modificare a condițiilor de creditare va determina majorarea pe termen mediu a costurilor aferente deservirii datoriei de stat externe.

De asemenea, actuala Strategie de parteneriat cu țara a Băncii Mondiale în Moldova pentru anii financiari 2014-2017, care descrie volumul și tipul sprijinului pe care Banca Mondială îl va acorda Moldovei, vizează oferirea resurselor în proporție de circa 55% la condițiile AID și 45 la sută – la condițiile Băncii Internaționale de Reconstrucție și Dezvoltare (BIRD). Finanțarea BIRD este bazată pe o rată de referință flotantă, de obicei LIBOR pe 6 luni, plus o marjă fixă sau flotantă, a cărei mărime depinde de maturitatea împrumutului.

În vederea menținerii costurilor datoriei de stat la nivel acceptabil, conform planificării bugetare, precum și în conformitate cu situația de pe piața financiară, vor fi întreprinse următoarele activități:

1) selectarea optimă a posibilelor instrumente ale datoriei de stat, care ar permite identificarea celor mai favorabile condiții ale împrumuturilor, precum suma, maturitatea, tipul ratei de dobândă, moneda etc.;

2) întreprinderea eforturilor în vederea dezvoltării unei piețe financiare interne eficiente și lichide, în conformitate cu condițiile specifice de piață, ceea ce va contribui la extinderea constantă a curbei veniturilor, având un efect pozitiv asupra deservirii datoriei de stat.

3. Optimizarea riscurilor aferente portofoliului datoriei de stat

Prezenta acțiune vizează canalizarea eforturilor spre formarea unei structuri a datoriei de stat care ar optimiza costurile și riscurile, inclusiv asimetria valutară, efectele negative ale fluctuației ratelor de dobândă și ale refinanțării. Această acțiune va fi orientată pe următoarele direcții:

1) optimizarea riscurilor financiare (riscul de refinanțare, riscul valutar, riscul ratei de dobândă):

a) optimizarea riscului de refinanțare pentru datoria de stat prin contractarea unor împrumuturi preponderent pe termen mediu și lung, avându-se în vedere raportul de eficiență cost/risc. De asemenea, se va urmări distribuirea cât mai uniformă a sumelor destinate deservirii datoriei de stat, prin stabilirea

scadențelor noilor împrumuturi, astfel încât să se evite formarea de vîrfuri de plată în anumite perioade;

b) optimizarea riscului valutar prin întreprinderea eforturilor în vederea majorării ponderii datoriei de stat în monedă națională în totalul datoriei de stat, precum și prin diversificarea valutilor străine ce intră în componența datoriei de stat externe și evitarea deținerii de către o anumită valută străină a ponderii majoritare în portofoliul datoriei de stat externe;

c) optimizarea riscului aferent creșterii ratelor de dobîndă prin menținerea ponderii majoritare a datoriei cu rata dobînzii fixă în totalul datoriei de stat. Acest fapt va reduce incertitudinea cu privire la efortul bugetar anual necesar efectuării plăților de dobînzii pentru segmentul de datorie de stat purtătoare de rată flotantă;

2) *optimizarea riscului de credit*, care se referă la reducerea riscului bugetar cauzat de posibila activare a garanțiilor de stat.

Riscul efectuării de Ministerul Finanțelor, în calitate de garant, a plăților acordate din bugetul de stat se va reduce atît datorită rambursării integrale, prognozate de către beneficiarii garanțai, a împrumuturilor garantate de stat pînă în anul 2014 inclusiv, cît și datorită prevederilor Legii nr.419-XVI din 22 decembrie 2006 cu privire la datoria publică, garanțiile de stat și recreditarea de stat, potrivit căreia acordarea garanțiilor de stat se va face doar pentru proiectele prioritare pentru economia națională, în baza unei legi speciale emise în acest scop, după parcurgerea unor etape care să confirme credibilitatea și capacitatea de rambursare a datoriilor de către beneficiarii garanțiilor de stat;

3) *optimizarea riscului operațional*, ținîndu-se cont de următoarele aspecte:

a) implementarea sistemelor de control intern adecvate, precum și modernizarea sistemelor informaționale actuale de înregistrare și monitorizare a datoriei de stat;

b) asigurarea existenței unor descrieri detaliate ale procedurilor de înregistrare și validare a datelor datoriei de stat. Un alt aspect ține de accesul la sistemele de înregistrare a datoriei de stat și de păstrare a copiilor datelor din sistemele informaționale într-o locație sigură, ceea ce ar asigura continuitatea activităților în caz de evenimente neprevăzute;

c) activitatea personalului, și anume separarea activităților pentru unele funcții-cheie și îmbunătățirea continuă a capacității resurselor umane.

4. Dezvoltarea pieței interne a valorilor mobiliare de stat

Dezvoltarea pieței interne a valorilor mobiliare de stat rămîne un obiectiv strategic pe termen lung al Ministerului Finanțelor. În acest sens, direcțiile de acțiune pe termen mediu vizează:

a) extinderea maturității valorilor mobiliare de stat pe piața primară;

- b) consolidarea comunicării cu participanții pe piață;
- c) restructurarea sistemului de dealeri primari;
- d) asigurarea transparenței și previzibilității pieței valorilor mobiliare de stat.

În scopul consolidării și extinderii curbei de randament pe piața internă a valorilor mobiliare de stat, în perioada 2015-2017 va continua modificarea treptată a structurii emisiunii instrumentelor existente, preferință fiind acordată instrumentelor cu termen mai lung de circulație. Se prevede sporirea volumului ofertei de bonuri de trezorerie cu scadența de 182 de zile și în special a celor cu scadența de 364 de zile, precum și a obligațiunilor de stat cu dobândă fixă pe termen de 3 ani. Totodată, pe termen mediu se va examina oportunitatea lansării unor noi instrumente de datorie, cum ar fi obligațiunile de stat indexate la rata inflației.

Diversificarea bazei de investitori prezintă o importanță deosebită pentru asigurarea unei cereri stabile pentru valorile mobiliare de stat, precum și pentru extinderea maturității emisiunilor. Astfel, în scopul consolidării comunicării cu participanții pe piață, acțiunile Ministerului Finanțelor și Băncii Naționale a Moldovei vor viza menținerea unui dialog permanent cu investitorii și participanții pe piața valorilor mobiliare de stat, organizarea reuniunilor periodice cu aceștia, atât pentru asigurarea transparenței și previzibilității modului de contractare și administrare a datoriei de stat interne, cât și pentru evaluarea cu regularitate a necesităților investiționale la nivelul pieței, precum și a așteptărilor referitoare la condițiile de piață.

Pe termen mediu, se va examina și oportunitatea restructurării sistemului de dealeri primari pentru a-l face mai eficient, performant și competitiv, în vederea dezvoltării pieței valorilor mobiliare de stat.

IV. Tendințe macroeconomice, evoluția indicatorilor de piață afereți datoriei de stat și a indicatorilor bugetului de stat

1. Tendințele economiei mondiale

Conform buletinului actualizat al Fondului Monetar Internațional din iulie 2014, proiecția de creștere la nivel mondial pentru 2014 a fost redusă până la 3,4%, reflectând atât moștenirea slabă din primul trimestru, în special în Statele Unite, cât și o perspectivă mai puțin optimistă pentru mai multe piețe emergente.

O creștere puțin mai mare este așteptată în unele economii avansate de anul viitor, proiecția de creștere la nivel mondial pentru 2015 rămânând la nivelul de 4%.

Creșterea economică în zona euro este de așteptat să se consolideze la 1,1% în 2014 și 1,5% în 2015, dar rămîne neuniformă în întreaga regiune, reflectînd fragmentarea financiară, rata ridicată a șomajului în unele economii, etc.

2. Evoluțiile recente și prognozele economiei naționale

Pe parcursul anului 2014, dezvoltarea economiei a fost influențată de recolta înaltă din anul precedent, creșterea cererii pentru producția moldovenească în țările UE, restricționarea exportului pe piața Federației Ruse și temperaturile foarte scăzute din luna februarie curent. Practic, toate tipurile de activități economice au înregistrat creștere. Inflația a fost moderată, indicatorii monetari și bugetari au crescut. Salariul mediul lunar și valoarea medie a pensiei lunare s-au majorat, iar numărul șomerilor s-a diminuat.

Cadrul macroeconomic pe anii 2014-2017 ia în considerare perspectivele de dezvoltare ale economiei europene.

Produsul intern brut în semestrul I al anului 2014 a constituit în valoare nominală 47,7 mld. lei, prețuri curente de piață, fiind în creștere – în termeni reali – cu 3,9% față de ianuarie-iunie 2013. Cea mai semnificativă influență asupra creșterii PIB a avut valoarea adăugată brută creată în sectorul de servicii – cu 2,6 p.p., inclusiv: comerțul interior – 0,6 p.p., transporturi și comunicații - 0,5 p.p., construcții – 0,4 p.p., fiind urmată de sectorul bunuri, și anume: industrie – 0,8 p.p. și agricultură – 0,5 p.p.

Pentru anul 2014 se prognozează o încetinire a ritmurilor de creștere economică pînă la 3,5% față de anul 2013, iar pentru perioada anilor 2015-2017 se estimează o creștere economică cu o rată medie anuală de circa 4,5%.

Totodată, începînd cu 2015 vor apărea premise de accelerare a producerii și consumului, ca urmare a intrării în vigoare a Acordului de creare a Zonei de Liber Schimb, Aprofundat și Cuprinzător UE – Republica Moldova (ZLSAC).

Prețurile de consum. În iunie 2014 rata inflației a constituit 2,2% față de decembrie 2013, fiind mai mică cu 0,1 p.p. comparativ cu cea înregistrată în aceeași perioadă a anului 2013. Creșterea prețurilor a fost condiționată, în general, de majorarea prețurilor la produsele alimentare (în special fructe și legume proaspete).

Obiectivul principal al politicii monetare pe termen mediu va rămîne menținerea ratei anuale a inflației în intervalul de variație de 1,5 p.p. de la ținta inflației de 5,0% anual pentru tot orizontul de prognoză, stabilit conform Strategiei politicii monetare a Băncii Naționale a Moldovei pe termen mediu.

Cursul de schimb. De la începutul anului 2014, cursul de schimb al monedei naționale a marcat o depreciere de 7,4% față de dolarul SUA în termeni nominali (de la 13,06 lei pentru 1 dolar american la 1 ianuarie 2014 până la 14,02 lei la 30 iunie 2014). Leul moldovenesc s-a depreciat față de euro cu 6,2%. Principalii factori care au determinat modificarea cursului de schimb au fost reducerea intrărilor valutare de peste hotare și fluctuațiile dolarului SUA pe piețele valutare internaționale.

Moneda națională va cunoaște, pe termen mediu, o ușoară depreciere față de principalele valute de referință. Astfel, pentru anii 2014-2017 cursul de schimb mediu anual al leului se prognozează a avea fluctuații neesențiale – între 13,2 lei și 13,59 lei pentru un dolar SUA.

Politica ratelor dobânzilor. Pe parcursul semestrului I al anului 2014, Banca Națională a Moldovei a decis menținerea ratei de bază la nivelul de 3,50% anual.

În ceea ce privește ratele de dobândă pe piețele internaționale, pe parcursul semestrului I al anului 2014 rata Euribor pe 6 luni și USD Libor pe 6 luni nu au avut o tendință stabilă, înregistrând fluctuații atât ascendente, cât și descendente. Valoarea medie din luna iunie 2014 a ratei Euribor pe 6 luni a constituit 0,333%, fiind cu circa 16% mai mică decât valoarea medie din luna decembrie 2013. Valoarea medie din luna iunie 2014 a ratei USD Libor pe 6 luni a constituit 0,3239%, fiind cu circa 5% mai mică decât valoarea medie din luna decembrie 2013.

Stocul activelor valutare de rezervă ale Băncii Naționale a Moldovei la 30 iunie 2014 a atins o valoare de 2740,9 mil. dolari, micșorându-se cu 2,8% comparativ cu nivelul înregistrat la sfârșitul anului 2013 și majorându-se cu 11,1% față de 28 iunie 2013.

Comerțul exterior cu bunuri¹. În ianuarie-iunie 2014 exporturile de mărfuri s-au majorat cu 3,2%, iar importurile de mărfuri au scăzut cu 1,8% față de perioada similară a anului 2013. Soldul negativ al balanței comerciale a constituit 1,4 mld. dolari SUA, fiind cu 5,7% mai mic comparativ cu ianuarie-iunie 2013. Gradul de acoperire a importurilor cu exporturi a fost de 46,0%, față de 43,8% în perioada corespunzătoare din anul 2013.

Exporturile de mărfuri pentru anul 2014 vor cunoaște o încetinire a ritmurilor de creștere până la 4%, după care se vor majora în anii 2015-2017 cu circa 9% în medie anual. Factorii care vor contribui la majorarea treptată a

¹ Datele referitoare la export (FOB), import (CIF) de bunuri sînt preluate de la Biroul Național de Statistică.

exporturilor în perioada de prognoză sînt: restabilirea cererii externe și a ofertei interne la produsele agricole, creșterea calitativă a exporturilor. Importurile de mărfuri se vor majora cu circa 3% în anul 2014 și cu circa 8% în medie anual în anii 2015-2017. Creșterea volumului importurilor va fi condiționată de sporirea cererii interne.

Ca urmare, soldul negativ al balanței comerciale se va majora de la 3,2 mld. dolari SUA în 2014 pînă la circa 4,0 mld. dolari SUA în 2017.

Indicatorii bugetului de stat. În ianuarie-iunie 2014, la bugetul de stat au fost acumulate venituri în sumă de 11,9 mld. lei, în creștere cu 20,6% față de perioada similară a anului 2013.

În aceeași perioadă, dinamica alocării cheltuielilor din bugetul de stat a înregistrat o evoluție ascendentă, avînd un ritm de creștere de 21,7% față de ianuarie-iunie 2013, înregistrînd astfel valoarea de 12,9 mld. lei la sfîrșitul primului semestru al anului 2014.

Drept rezultat al evoluției veniturilor și cheltuielilor, în ianuarie-iunie 2014 executarea bugetului de stat s-a soldat cu un deficit în creștere cu 35,8% față de perioada corespunzătoare a anului 2013.

Pe termen mediu, veniturile bugetului de stat vor crește de la 28,9 mld. lei în 2015 pînă la 31,7 mld. lei în 2017, ritmul mediu anual de creștere fiind de circa 5%. Cheltuielile bugetului de stat în anii 2015-2017 vor înregistra o creștere relativă de 12,6%, 4,7% și 4,1% anual. Deficitul bugetului de stat va urma o tendință ascendentă în 2015 și 2016, cu 13,0% și 11,4% respectiv și o diminuare cu 11,5% în 2017 față de 2016.

3. Ratingul de țară

În anul 2013 raportul agenției de rating Moody's a confirmat ratingul de B3 pentru Republica Moldova, nivel cu șase trepte sub pragul de recomandare pentru investiții și cu perspectivă stabilă. Analistii agenției precizează că rating-ul B3 reflectă PIB-ul pe cap de locuitor scăzut al țării, economia de mici dimensiuni, dependența înaltă de remitențe și potențialul de creștere economică viitoare limitat.

4. Analiza actualizată a sustenabilității datoriei Republicii Moldova

Analiza actualizată a sustenabilității datoriei Republicii Moldova a fost elaborată de către Fondul Monetar Internațional în anul 2014 și indică faptul că riscul de îndatorare rămîne scăzut, iar dinamica datoriei publice se încadrează, în general, în limite sigure. Deși nivelul relativ scăzut al datoriei publice, conform

noțiunii utilizate de FMI în cadrul acestui exercițiu, face nivelul curent al deficitului să fie sustenabil pe termen mediu, totuși datoria publică rămîne vulnerabilă față de șocuri, inclusiv potențiala recapitalizare a sistemului bancar.

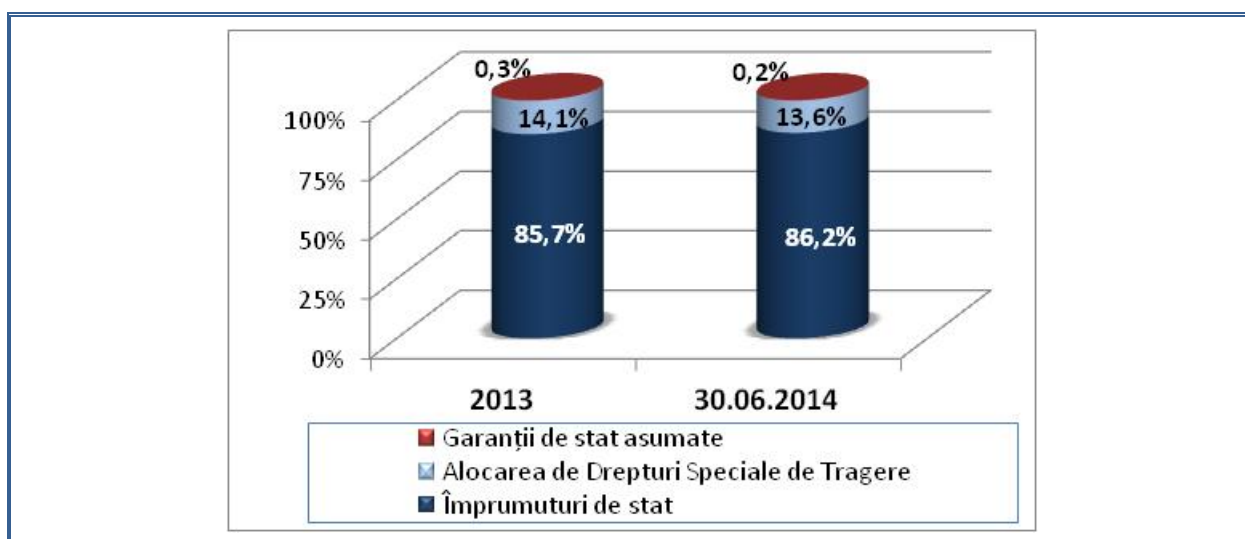
Rezultatele analizei arată că traiectoria datoriei publice a Republicii Moldova indică, în general, existența vulnerabilității față de creșterea economică și șocurile deficitului primar.

V. Structura și dinamica datoriei de stat a Republicii Moldova și prognoze pe termen mediu

1. Instrumentele datoriei de stat în perioada 2013–semestrul I al anului 2014

Instrumentele datoriei de stat externe, în perioada 2013–semestrul I al anului 2014, au fost următoarele:

1) *împrumuturi de stat externe*. Pe parcursul anului 2013 și a primului semestru al anului 2014, împrumuturile de stat au ocupat ponderea majoritară în structura datoriei de stat externe. Soldul acestora s-a majorat la sfîrșitul semestrului I al anului 2014 cu 23,3% comparativ cu perioada similară a anului 2013. În ceea ce privește structura pe creditori a împrumuturilor de stat externe, acestea sînt preponderent de la instituțiile multilaterale și, conform situației de la sfîrșitul primului semestru al anului 2014, au constituit 86,7% din soldul împrumuturilor de stat externe. Cît privește destinația, împrumuturile de stat externe au fost îndreptate atît pentru finanțarea proiectelor, cît și pentru suport bugetar;



**Fig.1. Structura datoriei de stat externe pe instrumente,
2013–30 iunie 2014 (%)**

2) *alocarea de drepturi speciale de tragere*. Acesta reprezintă un instrument al datoriei creat de către Fondul Monetar Internațional și alocat membrilor săi pentru a-și completa activele de rezervă. A fost alocat în anul 2009

și nu necesită rambursarea sumei principale, ci doar achitarea dobânzii, calculate în baza unei rate flotante care se modifică săptămânal;

3) *garanții de stat asumate*. Soldul garanțiilor de stat externe asumate a urmat o tendință descendentă pe parcursul semestrului I al anului 2014, înregistrând o valoare cu 28,3% mai mică la 30 iunie 2014 comparativ cu sfârșitul anului 2013. Datorită ponderii mai mici de 1,0% din soldul datoriei de stat externe, nu prezintă riscuri pentru portofoliul datoriei de stat.

În aceeași perioadă, datoria de stat internă a fost compusă din următoarele instrumente:

1) *valorile mobiliare de stat emise pe piața primară*. În perioada 2013–30 iunie 2014, valorile mobiliare de stat emise pe piața primară au deținut ponderea majoră în portofoliul datoriei de stat interne, iar soldul acestora s-a majorat cu 12,1% la sfârșitul semestrului I al anului 2014 comparativ cu sfârșitul anului 2013. În componența valorilor mobiliare de stat emise pe piața primară intră valorile mobiliare de stat pe termen scurt (bonuri de trezorerie cu scadența de 91, 182 și 364 de zile) și valorile mobiliare de stat pe termen mediu (obligațiuni de stat pe termen de 2 și 3 ani, precum și obligațiuni de stat plasate prin subscriere).

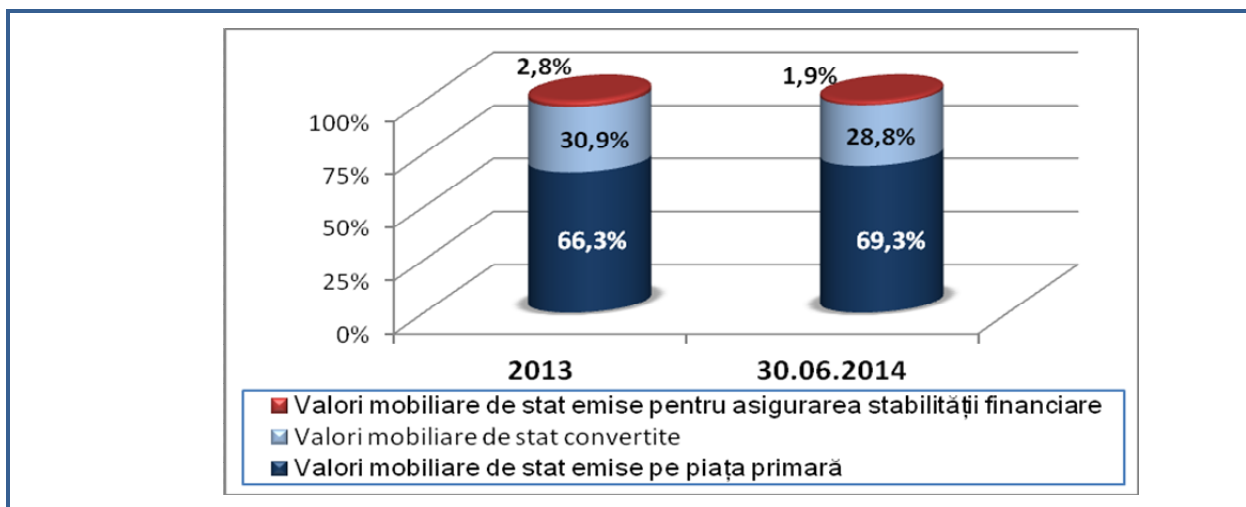


Fig.2. Structura datoriei de stat interne pe instrumente, 2013–30 iunie 2014 (%)

2) *valorile mobiliare de stat convertite*. Această datorie este reperfectată anual în baza unui acord între Ministerul Finanțelor și Banca Națională a Moldovei la o rată fixă a dobânzii, nefiind expusă riscului de refinanțare. La 30 iunie 2014, soldul valorilor mobiliare de stat convertite a rămas neschimbat comparativ cu sfârșitul anului 2013;

3) *valorile mobiliare de stat emise pentru asigurarea stabilității financiare*. Acest instrument a fost emis în anul 2011, în scopul preluării creanței „Băncii de Economii” SA față de BC „Investprivatbank” SA în proces de lichidare. Obligațiunile de stat emise pentru asigurarea stabilității financiare au o maturitate de 4,2 ani și o rată fixă a dobânzii de 0,01%, nefiind astfel expuse

riscurilor financiare. Soldul valorilor mobiliare de stat emise pentru asigurarea stabilității financiare s-a diminuat cu 25,0% la 30 iunie 2014 comparativ cu sfârșitul anului 2013.

2. Strategii alternative de asigurare a necesităților de finanțare

În prezent, structura datoriei de stat nu este ferită de riscuri, însă reieșind din condițiile existente și anumite constrângeri, ponderea instrumentelor de finanțare nu poate fi modificată semnificativ. Din acest motiv, a fost utilizat instrumentul analitic MTDS, care permite analiza mai multor strategii de finanțare pe termen mediu, ce pot fi comparate din punctul de vedere al costurilor și riscurilor aferente. Selectarea unei strategii de finanțare are la bază ponderea finanțării externe în totalul finanțării, precum și ponderea instrumentelor separat în cadrul finanțării interne și a celei externe. Instrumentele sînt grupate în funcție de caracteristici, cum ar fi maturitatea și rata dobînzii, și au la bază atît instrumentele de datorie existente în portofoliul datoriei, cît și instrumente potențiale, care ar putea fi contractate sau emise în viitor.

La elaborarea prezentului Program au fost analizate patru strategii alternative de finanțare: Strategia de bază, reieșind din condițiile curente de piață, Strategia II, bazată pe majorarea ponderii finanțării interne cu termen mai lung de circulație, Strategia III, construită pe reducerea surselor concesionale în cadrul finanțării externe, și Strategia IV, bazată pe diminuarea finanțării externe, cu atragerea surselor de finanțare preponderent purtătoare de rată a dobînzii flotantă.

În baza simulărilor modelului MTDS au fost calculați indicatorii de cost, de risc și de sustenabilitate pentru soldul datoriei obținut în urma aplicării fiecărei strategii în parte. Astfel, raportul optim cost/risc este asociat Strategiei de bază, după care urmează Strategia III, Strategia IV și Strategia II. Respectiv, urmează a fi implementată Strategia de bază, sursele de finanțare și caracteristicile soldului datoriei fiind descrise mai detaliat în secțiunile care urmează.

În concluzie, un asemenea exercițiu permite anticiparea asumării anumitor costuri și riscuri potențiale, înainte de a trece la modificarea instrumentelor utilizate în cadrul procesului de asigurare a necesităților de finanțare reale. De asemenea, avînd mai multe alternative de finanțare, poate fi aleasă cea optimă, care ar asigura implementarea eficientă a obiectivelor în domeniul managementului datoriei de stat.

3. Dinamica datoriei de stat în perioada anilor 2013-2017

Comparativ cu sfârșitul anului 2013, la sfârșitul semestrului I al anului 2014 structura datoriei de stat indică o majorare cu 0,7 p.p. a ponderii datoriei de

stat externe, aceasta atingând nivelul de 72,3% în totalul datoriei de stat. Pe termen mediu, această tendință de majorare a ponderii datoriei de stat externe se va menține.

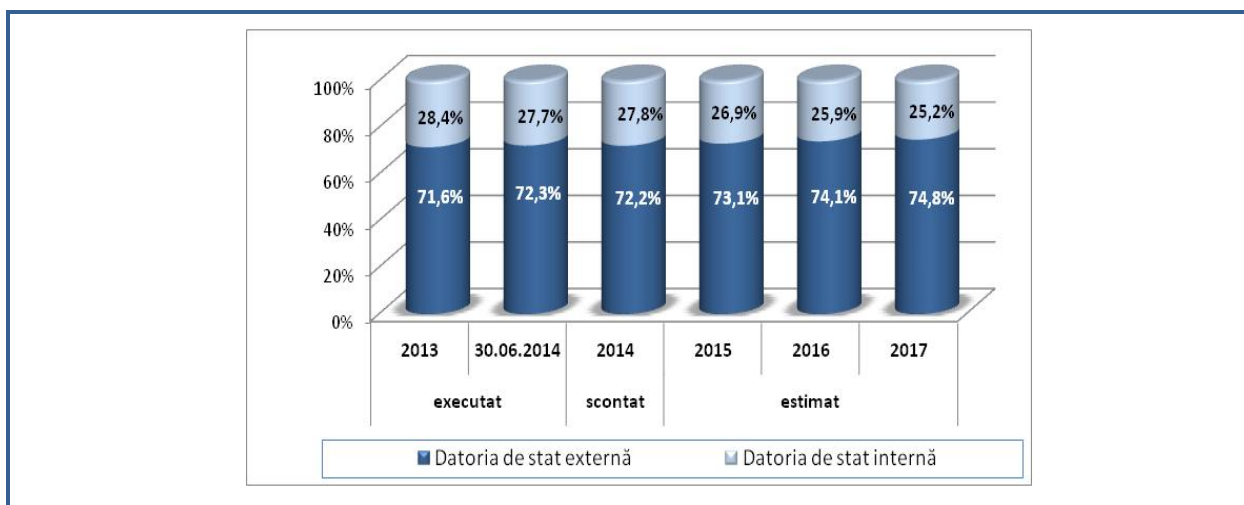


Fig. 3. Structura datoriei de stat în perioada 2013-2017 (%)

Ponderea datoriei de stat în PIB va urma o diminuare constantă pe parcursul anilor 2014-2017. Această evoluție se datorează majorării în ritmuri mai rapide a valorii PIB-ului comparativ cu volumul datoriei de stat.

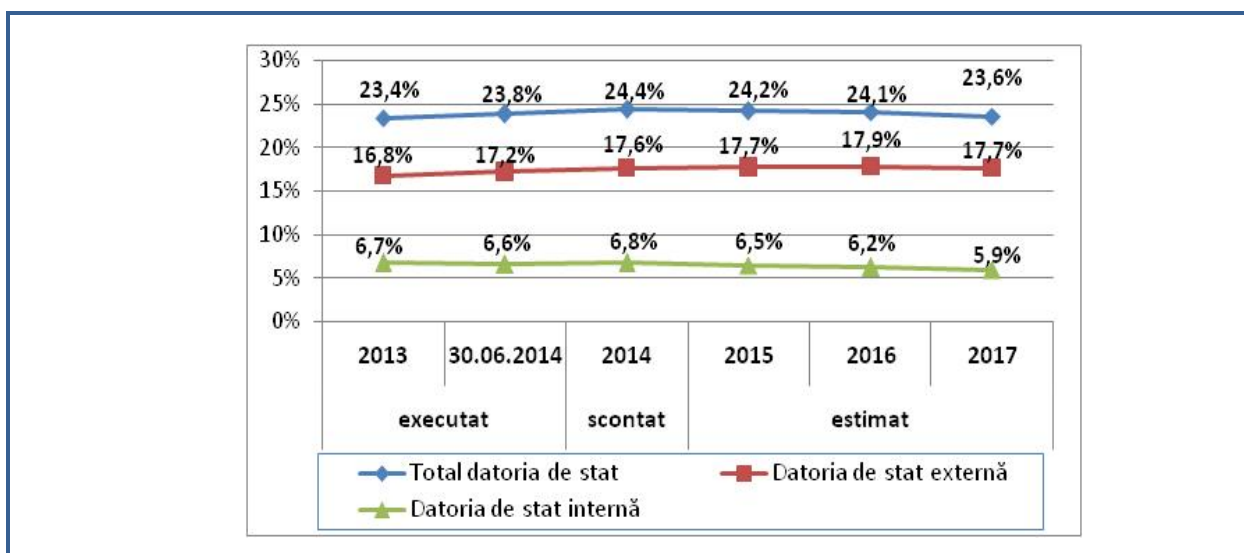


Fig. 4. Evoluția ponderii datoriei de stat în PIB în perioada 2013-2017 (%)

În perioada 2014-2017, sumele destinate serviciului datoriei de stat vor urma o tendință ascendentă moderată, susținută de evoluția serviciului datoriei de stat interne. Astfel, serviciul datoriei de stat interne va înregistra o majorare continuă în această perioadă, în condițiile menținerii ratelor de dobândă la

valorile mobiliare de stat în limitele prognozate. În aceeași perioadă, serviciul datoriei de stat externe se va diminua, ca rezultat al rambursărilor dobânzii pentru împrumuturile de stat externe contractate anterior și ajunse la scadență în anii 2015-2016.

Ponderea serviciului datoriei de stat în veniturile pe componenta de bază a bugetului de stat a înregistrat 2,7% la sfârșitul semestrului I al anului 2014, cu 0,3 p.p. mai puțin față de sfârșitul anului 2013. Se estimează că în perioada 2014-2017 că ponderea serviciului datoriei de stat în veniturile pe componenta de bază a bugetului de stat se va încadra în intervalul de 2,6-2,8% anual.

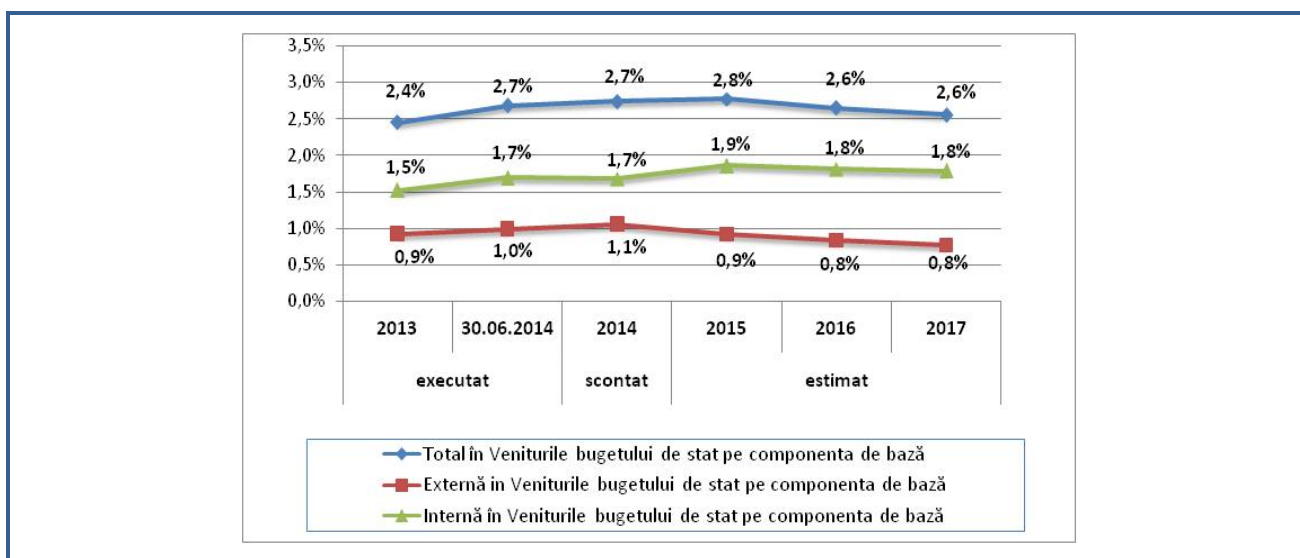


Fig. 5. Evoluția serviciului datoriei de stat în veniturile pe componenta de bază a bugetului de stat, 2013-2017 (%)

Structura serviciului datoriei de stat evidențiază ponderea majoră a serviciului datoriei de stat interne, care depășește 60% din serviciul total al datoriei de stat. La sfârșitul semestrului I al anului 2014, ponderea serviciului datoriei de stat interne a atins valoarea de 63,1%, cu 0,9 p.p. mai mult decât la sfârșitul anului 2013. Pentru anii 2014-2017 se prevede o tendință preponderent ascendentă a ponderii serviciului datoriei de stat interne, astfel încât la sfârșitul anului 2017 acesta va înregistra circa 70,0% din total.

Astfel, deși soldul datoriei de stat interne deține o pondere de circa 30% din portofoliul datoriei de stat, aceasta absoarbe în jur de 60% din serviciul datoriei de stat.

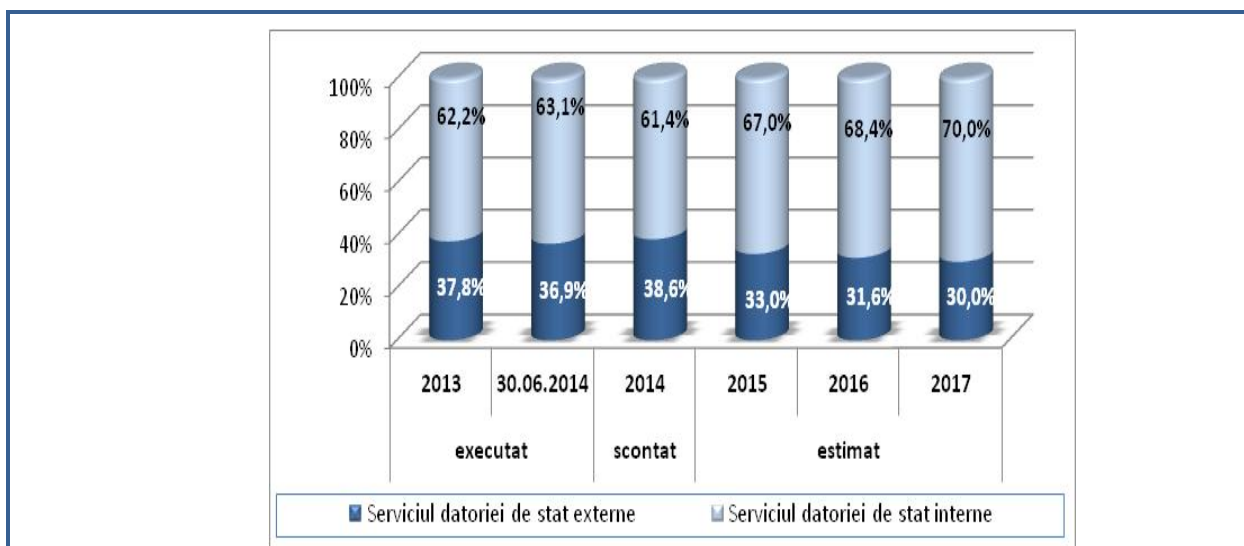


Fig. 6. Structura serviciului datoriei de stat, 2013-2017 (%)

4. Prognoza surselor de finanțare în perioada 2015-2017

Necesitățile de finanțare pe termen mediu ale Guvernului sînt bazate pe estimările bugetului de stat pentru perioada 2015-2017. Astfel, finanțarea netă constituie unul din principalii factori care contribuie la majorarea sau diminuarea volumului datoriei de stat. În tabelul 3 sînt prezentate estimările deficitului bugetului de stat și sursele de finanțare a acestuia pentru anii 2015-2017.

Tabelul 3

Prognoza surselor de finanțare, 2015-2017

mil.lei

Indicatori	2015	2016	2017
Deficit primar	2 145,3	2 389,7	2 115,1
Plăți de dobîndă	739,7	762,9	781,7
<i>Deficit general al bugetului de stat</i>	<i>2 885,0</i>	<i>3 152,6</i>	<i>2 896,8</i>
Privatizare	230,0	220,0	220,0
Alte surse	442,1	107,9	114,7
<i>Necesități de finanțare</i>	<i>2 212,9</i>	<i>2 824,6</i>	<i>2 562,1</i>
Finanțare externă netă	1 856,0	2 474,6	2 212,1
Finanțare internă netă	356,9	350,0	350,0

În ceea ce privește finanțarea netă, pentru perioada 2015-2017 se observă o tendință în scădere a surselor interne de finanțare și, respectiv, acoperirea deficitului general al bugetului de stat preponderent din surse externe. Această evoluție relevă dependența considerabilă a Republicii Moldova față de piețele financiare externe. Astfel, finanțarea externă netă se va majora cu 33,3% în 2016 comparativ cu 2015, dar se va diminua cu 10,6% în 2017 față de 2016.

În ceea ce privește finanțarea internă netă, aceasta va indica o diminuare cu circa 2 la sută în anul 2016 comparativ cu 2015, fără a înregistra modificări în

anul 2017. Pe parcursul perioadei analizate, finanțarea internă netă va înregistra o valoare pozitivă constantă.

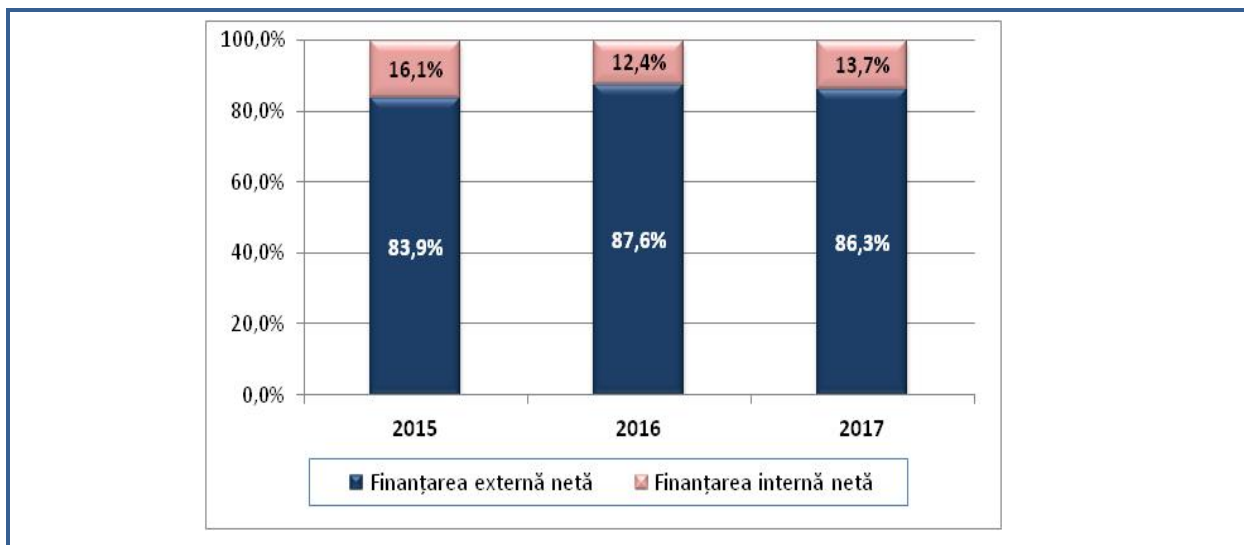


Fig. 7. Structura finanțării nete, 2015-2017 (%)

Surse de finanțare externă

În perioada 2015-2017 se estimează că Guvernul va beneficia de intrări din împrumuturi de stat externe în sumă totală de 8 835,7 mil. lei (660,6 mil. dolari SUA). Pentru suportul bugetar vor fi direcționate circa 20,8%, iar pentru finanțarea proiectelor – 79,2% din intrările de împrumuturi de stat externe.

În proporție de 91,6%, împrumuturile primite vor fi de la instituțiile multilaterale, iar restul de 8,4% – de la instituțiile bilaterale.

Potrivit structurii intrărilor de împrumuturi de stat externe pe creditori multilaterali, cele mai mari ponderi aparțin:

- a) Băncii Europene pentru Reconstrucție și Dezvoltare – 30,0%;
- b) Băncii Europene de Investiții – 28,3%;
- c) Asociației Internaționale de Dezvoltare – 24,8 %;
- d) Băncii de Dezvoltare a Consiliului Europei – 8,2%.

O pondere mai mică revine Fondului Internațional pentru Dezvoltare Agricolă și Băncii Internaționale pentru Reconstrucție și Dezvoltare.

Structura finanțării externe nete este prezentată în tabelul 4.

Tabelul 4

Finanțarea externă netă, 2015-2017

Indicatori	Unitatea de măsură	2015	2016	2017
Finanțarea externă netă	mil. lei	1 856,0	2 474,6	2 212,0
1. Intrări de împrumuturi de stat externe, inclusiv:	mil. lei	2 553,0	3 172,9	3 109,8
proiecte finanțate din surse externe	mil. lei	1 855,9	2 562,8	2 581,8
suport bugetar	mil. lei	697,1	610,1	528,0
2. Rambursarea sumei principale	mil. lei	697,0	698,3	897,8
Finanțarea externă netă	mil. dolari SUA	136,6	184,9	167,6
1. Intrări de împrumuturi de stat externe, inclusiv:	mil. dolari SUA	187,9	237,1	235,6
proiecte finanțate din surse externe	mil. dolari SUA	136,6	191,5	195,6
suport bugetar	mil. dolari SUA	51,3	45,6	40,0
2. Rambursarea sumei principale	mil. dolari SUA	51,3	52,2	68,0

Surse de finanțare internă

În perioada 2015-2017, în scopul finanțării deficitului bugetului de stat se prevăd a fi comercializate suplimentar valori mobiliare de stat pe piața primară în sumă de 1 300,0 mil. lei, inclusiv 500 mil. lei în 2015 și câte 400,0 mil. lei anual în 2016 și 2017. De asemenea, se prevede diminuarea datoriei Guvernului față de Banca Națională a Moldovei cu câte 50,0 mil. lei în anii 2015, 2016 și 2017. În 2015 vor fi răscumpărate în totalitate valorile mobiliare de stat emise pentru asigurarea stabilității financiare în sumă de 93,1 mil. lei.

Tabelul 5

Finanțarea internă netă, în perioada anilor 2015-2017

mil.lei

Indicatori	2015	2016	2017
<i>Finanțarea internă netă</i>	<i>356,9</i>	<i>350,0</i>	<i>350,0</i>
1. Valori mobiliare de stat emise pe piața primară, inclusiv:	500,0	400,0	400,0
valori mobiliare de stat emise prin licitații	535,8	400,0	400,0
valori mobiliare de stat plasate prin subscriere	-35,8	0,0	0,0
2. Valori mobiliare de stat convertite	-50,0	-50,0	-50,0
3. Valori mobiliare de stat pentru menținerea stabilității financiare	-93,1	0,0	0,0

Cît privește valorile mobiliare de stat emise prin licitații, în perioada 2015-2017 vor fi emise bonuri de trezorerie cu scadența de 91, 182 și 364 de zile, punându-se accent pe majorarea volumului bonurilor de trezorerie cu termen mai lung de circulație, adică de 182 și 364 de zile. În același timp, oferta pentru bonurile de trezorerie de 91 de zile se va diminua treptat. Suplimentar, va continua emisiunea obligațiunilor de stat cu dobîndă flotantă cu scadența de 2 ani, precum și emisiunea obligațiunilor de stat cu dobîndă fixă cu scadența de 3 ani prin sporirea atractivității acestor instrumente.

VI. Măsuri de implementare a managementului datoriei de stat pe termen mediu

1. Instrumente ale datoriei de stat pentru perioada 2015-2017

În scopul atingerii obiectivului fundamental al managementului datoriei de stat, precum și pentru a menține o structură rezonabilă a portofoliului datoriei de stat, va fi monitorizată structura datoriei de stat pe instrumentele și riscurile aferente acesteia. Astfel, în anii 2015-2017, în componența datoriei de stat vor intra următoarele instrumente:

1) *împrumuturi de stat externe*. În perioada de referință, ponderea majoră în cadrul soldului datoriei de stat va continua să fie ocupată de împrumuturile de stat externe de la instituțiile multilaterale. În ceea ce privește structura pe creditori, pe primele locuri se va situa datoria față de Asociația Internațională de Dezvoltare, Banca Europeană de Investiții și Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare;

2) *alocarea drepturilor speciale de tragere*. Acest instrument al datoriei are forma activelor de rezervă internaționale create de Fondul Monetar Internațional și alocate membrilor săi pentru a-și completa activele de rezervă. A fost alocat în anul 2009 și nu necesită rambursarea sumei principale, ci doar achitarea dobînzii. Astfel, nu comportă risc de refinanțare, dar este expus riscului ratei de dobîndă și riscului valutar;

3) *garanțiile de stat asumate*. Ponderea acestui instrument în portofoliul datoriei de stat se va diminua treptat, în anul 2015 fiind efectuată ultima plată. Acordarea de noi garanții de stat se va efectua doar pentru proiecte strategice/de interes național, pentru care acest tip de instrument este absolut necesar într-un anumit context, în baza emiterii unei legi speciale și în urma unei analize de risc riguroase, conform cadrului normativ existent;

4) *valorile mobiliare de stat emise pe piața primară*. În perioada 2015-2017 valorile mobiliare de stat emise pe piața primară vor continua să dețină

ponderea majoră în portofoliul datoriei de stat interne. În componența acestora vor intra valorile mobiliare de stat emise pe termen scurt (bonuri de trezorerie cu scadența de 91, 182 și 364 de zile), precum și valorile mobiliare de stat emise pe termen mediu (obligațiuni de stat pe termen de 2 și 3 ani și obligațiuni de stat plasate prin subscriere). Soldul valorilor mobiliare de stat plasate prin subscriere va fi răscumpărat în totalitate până la sfârșitul anului 2015;

5) *valorile mobiliare de stat convertite*. Acest instrument nu supune portofoliul datoriei de stat riscului de refinanțare, întrucât datoria respectivă este reperfectată anual în baza unui acord între Guvern și Banca Națională a Moldovei. Totodată, această datorie comportă un risc al ratei de dobândă, deoarece este reperfectată anual la rate noi de dobândă. Până la sfârșitul anului 2017, soldul valorilor mobiliare de stat convertite se va diminua cu circa 7,3% comparativ cu situația de la 30 iunie 2014;

6) *valorile mobiliare de stat emise pentru asigurarea stabilității financiare*. Acest instrument are o maturitate de 4,2 ani și o rată fixă a dobânzii de 0,01%, nefiind astfel expus riscurilor financiare. Obligațiunile de stat emise pentru asigurarea stabilității financiare ocupă o pondere foarte mică în portofoliul datoriei de stat interne, iar până la sfârșitul anului 2015 acestea vor fi răscumpărate în totalitate.

2. Parametrii de risc asociați datoriei de stat pentru perioada 2015-2017

Parametrii selectați au fost stabiliți pornind de la structura curentă a soldului datoriei de stat, în scopul monitorizării riscurilor și evitării expunerii majore a portofoliului datoriei de stat față de anumite tipuri de risc. Astfel, parametrii urmează a fi monitorizați continuu, iar ajustarea structurii portofoliului va fi asigurată cu ajutorul instrumentelor relevante ale datoriei de stat. Devieri minore de la limitele propuse sînt permise în cazul în care acestea nu cauzează riscuri financiare adiționale.

Parametrii de risc asociați datoriei de stat pentru perioada 2015-2017 sînt următorii:

1) *maturitatea rămasă a datoriei de stat*: ponderea datoriei de stat scadentă în decurs de un an nu ar trebui să depășească limita de 35% din totalul datoriei de stat;

2) *ponderea datoriei de stat interne în totalul datoriei de stat*, care nu ar trebui să înregistreze valori sub pragul de 20%;

3) *compoziția valutară a datoriei de stat*: ponderea datoriei de stat într-o anumită valută străină nu ar trebui să depășească pragul de 50% din volumul

total al datoriei de stat. În acest caz nu se iau în considerare coşurile valutare, ci doar valutele care intră în componenţa coşului valutar;

4) *ponderea optimă a datoriei cu rata dobânzii fixă în portofoliul datoriei de stat*, care nu ar trebui să înregistreze valori sub pragul de 50%.

Pe lângă parametrii de risc aferenţi structurii datoriei de stat urmează a fi monitorizaţi şi doi indicatori de sustenabilitate ai datoriei de stat, şi anume:

1) *ponderea serviciului datoriei de stat în veniturile pe componenta de bază a bugetului de stat* – nu mai mare de 22%. Acest indicator este stabilit în baza metodologiei propuse în Cadrul sustenabilităţii datoriei pentru ţările cu venituri mici (Banca Mondială – Fondul Monetar Internaţional, martie 2014);

2) *ponderea datoriei de stat şi a unităţilor administrativ-teritoriale în PIB* – nu mai mare de 60%. Nivelul acestui indicator este stabilit în Tratatul de la Maastricht, drept unul dintre criteriile pe care trebuie să le respecte statele membre ale Uniunii Europene.

Valoarea indicatorilor de sustenabilitate nu poate fi influenţată direct în procesul de management al datoriei de stat. Cu toate acestea, monitorizarea lor este importantă, întrucât oferă o viziune de ansamblu asupra gradului de îndatorare a ţării şi servesc drept punct de reper în deciziile de finanţare.

VII. Riscurile asociate portofoliului datoriei de stat şi constrîngerile care pot afecta implementarea prezentului Program

1. Conceptualizarea riscurilor asociate portofoliului datoriei de stat şi analiza acestora

Managementul eficient al riscurilor are drept scop optimizarea lor şi asigurarea unui nivel acceptabil al costurilor. Acest obiectiv poate fi atins prin gestionarea adecvată a structurii portofoliului datoriei de stat şi selectarea optimă a noilor instrumente de datorie.

Volatilitatea pieţelor financiare – ca urmare a fluctuaţiei ratelor de dobîndă, a cursurilor de schimb sau a modificărilor inflaţiei – determină volatilitatea crescîndă a portofoliului datoriei de stat. Fenomenul în cauză poate fi identificat drept risc de piaţă. Acesta este principalul tip de risc asociat soldului şi costului datoriei de stat a Republicii Moldova şi include:

- a) riscul de refinanţare;
- b) riscul valutar;
- c) riscul ratei de dobîndă.

Pe lângă cele menționate mai sus, se atestă și riscul operațional, care acționează indirect asupra datoriei de stat.

Riscul de refinanțare

Monitorizarea riscului de refinanțare este oportună mai ales în cazul țărilor cu un nivel înalt al datoriei, condiții macroeconomice instabile și piață internă slab dezvoltată.

Riscul de refinanțare urmează a fi gestionat prin distribuirea proporțională a maturităților noilor instrumente ale datoriei de stat pe diferite perioade în scopul prevenirii ajungerii la scadență în același timp a mai multor părți majore ale obligațiilor de plată.

La calcularea indicatorilor riscului de refinanțare se exclude datoria Guvernului față de Banca Națională a Moldovei (cu excepția sumelor prevăzute pentru răscumpărare în legea bugetului de stat pe anul respectiv), deoarece aceasta este reperfectată anual în baza unui acord între Ministerul Finanțelor și Banca Națională a Moldovei. De asemenea, este exclus instrumentul alocarea de drepturi speciale de tragere, deoarece acesta nu prevede efectuarea plăților de principal și nu este refinanțat. Prin urmare, aceste instrumente de datorie nu sînt expuse riscului de refinanțare.

Pe termen mediu poate fi analizat următorul indicator al riscului de refinanțare – *graficul rambursării datoriei de stat*. Luînd în considerare estimările pentru profilul de răscumpărare, se evidențiază vârful de plată din primul an al proiecției, fiind reprezentat îndeosebi de datoria de stat internă cu rata dobînzii fixă, care este preponderent pe termen scurt. Acest segment al datoriei de stat interne deține o pondere de 4,0% din PIB-ul estimat pentru anul 2014 și urmează a fi refinanțat în fiecare an prin noi emisiuni de valori mobiliare de stat, ceea ce nu va afecta negativ bugetul de stat, în cazul în care nu se va urmări o fluctuație majoră a ratelor de dobîndă pe piața internă.

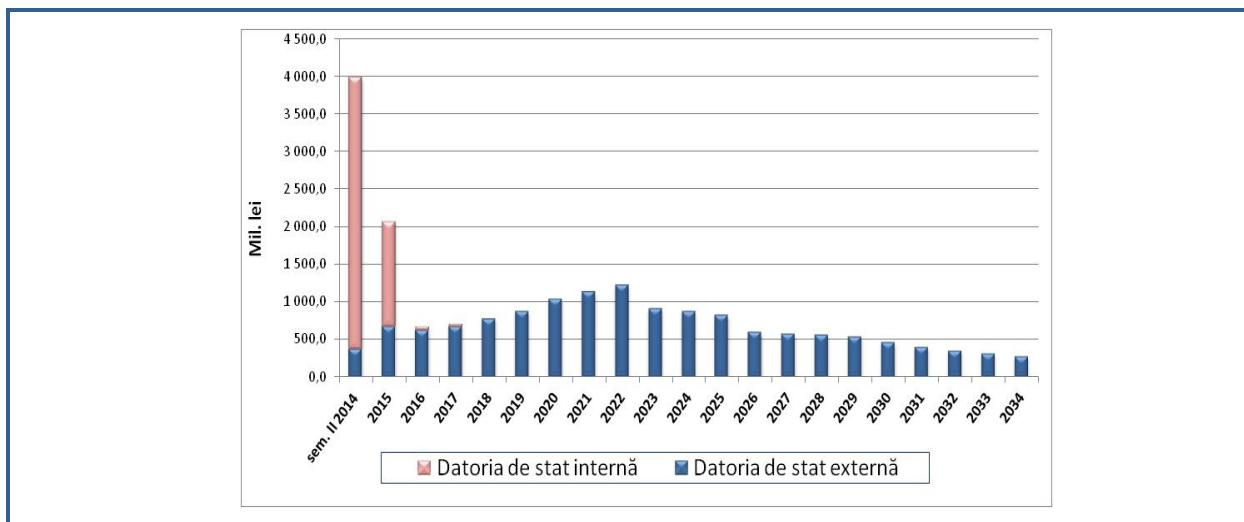


Fig. 8. Graficul rambursării datoriei de stat pe următorii 20 de ani, la situația din 30 iunie 2014 (mil. lei)

În ceea ce privește datoria de stat externă, se observă o distribuție relativ omogenă a plăților pe parcursul anilor care urmează și, respectiv, un risc de refinanțare mai redus. Totodată, începând cu anul 2017 se relevă o majorare treptată a plăților spre rambursare, vârful de plată situându-se în anul 2022. Această tendință se datorează inclusiv faptului că pentru Republica Moldova au fost schimbate condițiile de creditare pentru împrumuturile care urmează a fi contractate de la Banca Mondială prin Asociația Internațională de Dezvoltare.

Pe termen mediu expunerea față de riscul de refinanțare s-ar putea majora, în cazul în care țara va accesa fonduri preponderent din partea Băncii Internaționale pentru Reconstrucție și Dezvoltare. Aceasta ține de faptul că, potrivit scorului Country Policy and Institutional Assessment (CPIA), atribuit pe anul 2013, Moldova se încadrează în categoria țărilor cu performanță puternică în implementarea politicilor de promovare a creșterii economice și reducere a sărăciei (CPIA – evaluarea instituțională și a politicilor țării, un instrument diagnostic utilizat de Banca Mondială în scopul determinării calității politicilor și aranjamentelor instituționale ale unei țări. Unul dintre motivele pentru care Banca Mondială calculează anual scorul CPIA pentru diferite țări este determinarea mărimii relative a granturilor și împrumuturilor concesionale ce vor fi acordate țărilor cu venituri mici).

Riscul valutar

Riscul valutar se referă la volatilitatea în creștere a portofoliului datoriei de stat drept urmare a modificărilor cursului de schimb al leului moldovenesc față de valutele străine, care pot afecta atât costurile asociate datoriei de stat externe, cât și volumul datoriei de stat în ansamblu, exprimat în lei moldovenești. O pondere majoră a datoriei de stat în valută străină în totalul datoriei de stat reflectă o expunere semnificativă față de riscul valutar.

Astfel, unul din principalele categorii de riscuri asociate portofoliului datoriei de stat este riscul valutar, fapt ce se observă din compoziția datoriei de stat. Pe termen mediu, ponderea datoriei de stat externe în volumul total al datoriei de stat se va majora, ajungând la circa 75 la sută din datoria de stat, la sfârșitul anului 2017. Prin urmare, se va majora și expunerea față de riscul valutar.

Tabelul 6

Structura datoriei de stat, 2013-2017

Indica- tori	Executat				Scontat		Estimat					
	2013		30 iunie 2014		2014		2015		2016		2017	
	% în totalul dato- rii	% în PIB	% în totalul datoriei	% în PIB	% în totalul dato- rii	% în PIB	% în totalul datoriei	% în PIB	% în totalul datoriei	% în PIB	% în totalul dato- rii	% în PIB
Datoria de stat externă	71,6	16,8	72,3	17,2	72,2	17,6	73,1	17,7	74,1	17,9	74,8	17,7
Datoria de stat internă	28,4	6,7	27,7	6,6	27,8	6,8	26,9	6,5	25,9	6,2	25,2	5,9

În urma analizei structurii datoriei de stat pe valute se observă următoarele:

a) circa 50% din volumul datoriei de stat reprezintă împrumuturile exprimate în coșul valutar drepturi speciale de tragere. Această pondere se va diminua pe termen mediu, atingând, conform estimărilor, valoarea de 43,2% din datoria de stat la sfârșitul anului 2017;

b) pe termen mediu, ponderea datoriei de stat denominată în lei moldovenești se va diminua moderat, înregistrând la sfârșitul anului 2017 valoarea de 25,2%;

c) pe termen mediu, ponderea datoriei în dolari SUA va avea o tendință descendentă, iar ponderea în euro va înregistra o majorare semnificativă. Astfel, pînă la sfârșitul anului 2017, ponderea monedei euro se va majora cu circa 12,2 p.p. comparativ cu situația de la 30 iunie 2014;

d) odată cu descompunerea coșului valutar drepturi speciale de tragere pe valute componente, ponderea majoră este deținută de dolarul SUA și euro. Astfel, conform situației de la 30 iunie 2014, euro a depășit ca pondere dolarul SUA, tendință care se va menține pînă la sfârșitul anului 2017. Astfel, portofoliul datoriei de stat va avea cea mai mare expunere față de euro. Această tendință se datorează creșterii, pe parcursul anilor 2015-2017, a surselor de finanțare din partea creditorilor multilaterali din spațiul european.

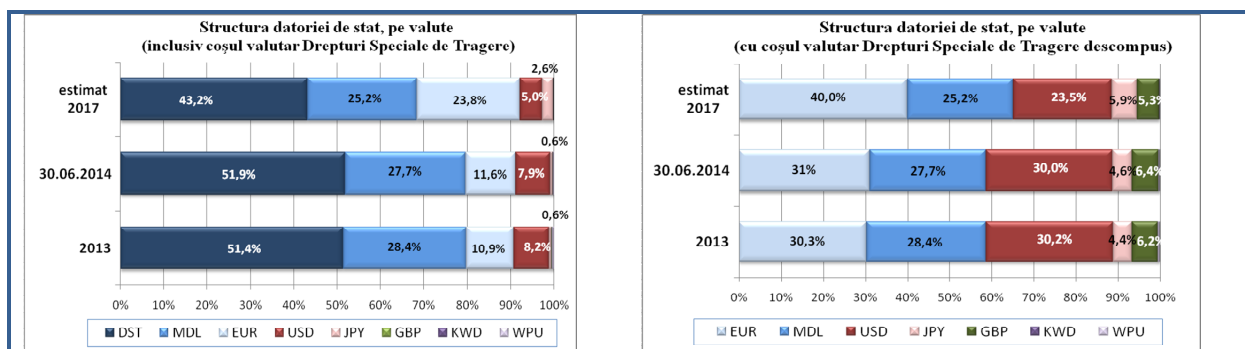


Fig. 9. Structura datoriei de stat, 2013-2017

Riscul ratei de dobândă

Riscul ratei de dobândă se determină prin expunerea portofoliului datoriei de stat față de modificările ratelor de dobândă pe piața internă și cea externă.

Variațiile ratelor de dobândă pe piața internă și cea externă afectează costurile aferente datoriei de stat, în special când datoria cu rata fixă a dobânzii urmează a fi refinanțată sau când dobânda este refixată la noi condiții de piață în cazul datoriei cu rata flotantă. Astfel, este evidentă legătura strânsă dintre riscul ratei de dobândă și riscul de refinanțare.

Pe termen mediu poate fi analizat următorul indicator al riscului ratei de dobândă – *ponderea datoriei de stat cu rata dobânzii fixă în totalul datoriei de stat*.

Analizând structura datoriei de stat externe pe tipuri de rată a dobânzii se constată un risc relativ redus, întrucât, la sfârșitul semestrului I al anului 2014, 27,1% din datoria de stat externă era purtătoare de rată a dobânzii flotantă. Pe termen mediu nu se prevăd modificări semnificative în structura datoriei de stat externe pe tipuri de rată a dobânzii.

În ceea ce privește datoria de stat internă, peste 95% din aceasta este expusă riscului ratei de dobândă. Acest fapt se datorează, în cea mai mare parte, instrumentelor de datorie preponderent pe termen scurt, a căror rată originală a dobânzii, deși fixă, se refixează în decursul unui an, din cauza maturității scurte, astfel considerându-se rată flotantă. Pe termen mediu, riscul ratei de dobândă asociat datoriei de stat interne urmează a se diminua moderat ca urmare a continuării emisiunilor de obligațiuni de stat pe 3 ani cu rata dobânzii fixă, începută în anul 2014.

Riscul ratei de dobândă asociat datoriei de stat totale, reieșind din structura pe tipuri de rată a dobânzii, nu va înregistra fluctuații majore pe termen mediu.

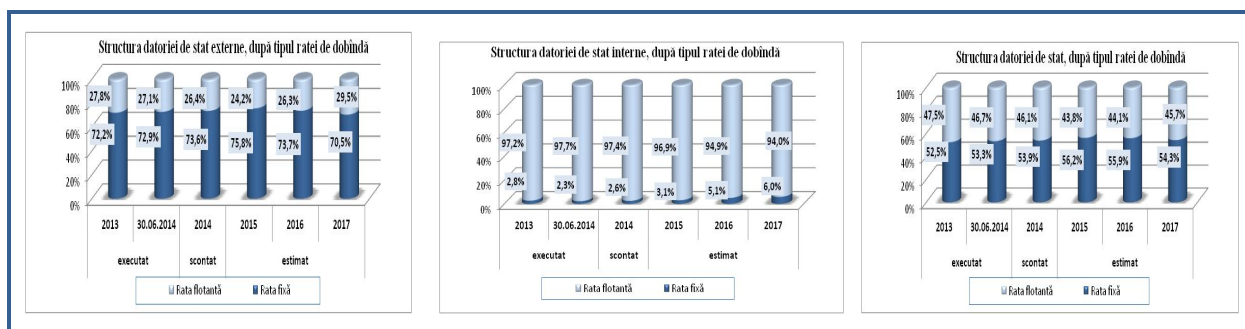


Fig. 10. Structura datoriei de stat după tipul ratei de dobândă, 2013-2017

Împrumuturile de stat atrase din exterior la rate flotante depind preponderent de evoluția ratelor USD Libor pe 6 luni și Euribor pe 6 luni. Pe parcursul semestrului I al anului 2014, rata Euribor pe 6 luni și USD Libor pe 6 luni nu au avut o evoluție stabilă, înregistrând fluctuații atât ascendente, cât și descendente.

Pe piața internă, rata de dobândă la valorile mobiliare de stat emise pe piața primară este influențată de rata de bază stabilită de Banca Națională a Moldovei. Astfel, pe parcursul anului 2013, rata de bază a fost modificată o singură dată, în luna aprilie, de la 4,5 la 3,5% anual. Ulterior aceasta a fost menținută constantă la nivelul de 3,5 p.p., inclusiv până la situația de la sfârșitul semestrului I al anului 2014.

Riscul operațional

În contextul prezentului Program, riscul operațional se identifică prin activități ce țin de procesarea și înregistrarea datelor aferente datoriei de stat. De asemenea, riscul operațional se referă la aspecte precum procesele și sistemele informaționale de ținere a evidenței datoriei de stat.

În vederea dezvoltării sistemului de control intern, în cadrul Direcției generale datorii publice a avut loc actualizarea Registrului riscurilor pentru obiectivele de bază pe anul 2014, prin care au fost identificate tipurile de reacții la risc, precum și măsurile de control care urmează a fi întreprinse pentru fiecare risc potențial ce ar putea afecta procesele operaționale la nivel de subdiviziune.

Totodată, în scopul minimizării impactului riscului operațional materializat prin fluctuația angajaților, dar și a persoanelor-cheie, pe parcursul anului 2013 au fost elaborate descrieri grafice și narrative ale principalelor procese ce definesc activitatea subdiviziunii responsabile de managementul datoriei de stat.

2. Constrîngerile care pot afecta implementarea managementului datoriei de stat pe termen mediu

La acest compartiment se referă factorii care ar putea afecta implementarea obiectivelor și acțiunilor aferente managementului datoriei de stat pe termen mediu, inclusiv prognozele stabilite:

1) *factorii macroeconomici*, care reflectă modificările indicatorilor aflați la baza elaborării prognozelor pe termen mediu. În special, aceștia vizează:

- a) încetinirea creșterii economice;
 - b) dinamica ratei inflației;
 - c) fluctuația cursului de schimb al monedei naționale;
 - d) fluctuația ratelor de dobîndă pe piața internă;
 - e) reformele structurale;
- 2) modificarea politicii monetare;
- 3) modificarea politicii bugetar-fiscale;
- 4) modificarea cadrului legislativ și normativ.

În contextul constrîngerilor care pot afecta implementarea managementului datoriei de stat pe termen mediu, este oportună analiza scenariilor alternative de evoluție a indicatorilor de piață care au impact asupra deservirii datoriei de stat.

3. Scenarii alternative de evoluție a indicatorilor de piață care au impact asupra datoriei de stat și a deservirii acesteia

Pentru a examina volatilitatea portofoliului datoriei de stat la expunerea față de principalele riscuri de piață, adică riscul ratei de dobîndă și riscul valutar, a fost analizată influența modificărilor potențiale ale ratelor de dobîndă și cursurilor de schimb asupra costurilor aferente datoriei de stat.

În acest context, au fost elaborate patru scenarii de șoc A, B, C și D, care au la bază modificările condițiilor de piață, și anume:

A – deprecierea monedei naționale în anul 2015 față de:

- a) dolarul SUA – cu 30%;
- b) euro – cu 30%;
- c) yenul japonez – cu 30%;

B – majorarea anuală moderată a ratelor de dobîndă:

- a) cu 2,0 p.p. pe piața externă. Modificarea vizează ratele de dobîndă flotante (Euribor pe 6 luni, USD Libor pe 6 luni etc.);
- b) cu 3 p.p. pe piața internă;

C – majorarea anuală considerabilă a ratelor de dobîndă:

- a) cu 4 p.p. pe piața externă. Modificarea vizează ratele de dobândă flotante (Euribor pe 6 luni, USD Libor pe 6 luni etc.);
- b) cu 8 p.p. pe piața internă;

D – *șoc combinat* între deprecierea monedei naționale cu 15% față de dolarul SUA, euro și yenul japonez în anul 2015 și cel de-al doilea scenariu (B).

Raționamentul care s-a aflat la baza selectării acestor șocuri a fost evoluția cursurilor de schimb și a ratelor de dobândă din ultimii doi ani, inclusiv evoluția acestora în anul de criză 2009. Astfel, drept exemplu este prezentată evoluția cursului de schimb al leului moldovenesc față de dolarul SUA, euro și yenul japonez în perioada semestrul I, 2012–semestrul I, 2014. Aceste valute au fost selectate deoarece formează ponderea majoritară în coșul valutar drepturi speciale de tragere, care ocupă cea mai mare cotă în datoria de stat externă.

Ceilalți indicatori macroeconomici, cum ar fi PIB-ul, inflația, indicatorii bugetului de stat etc., sînt considerați a nu suferi modificări în perioada analizată față de scenariul de bază.

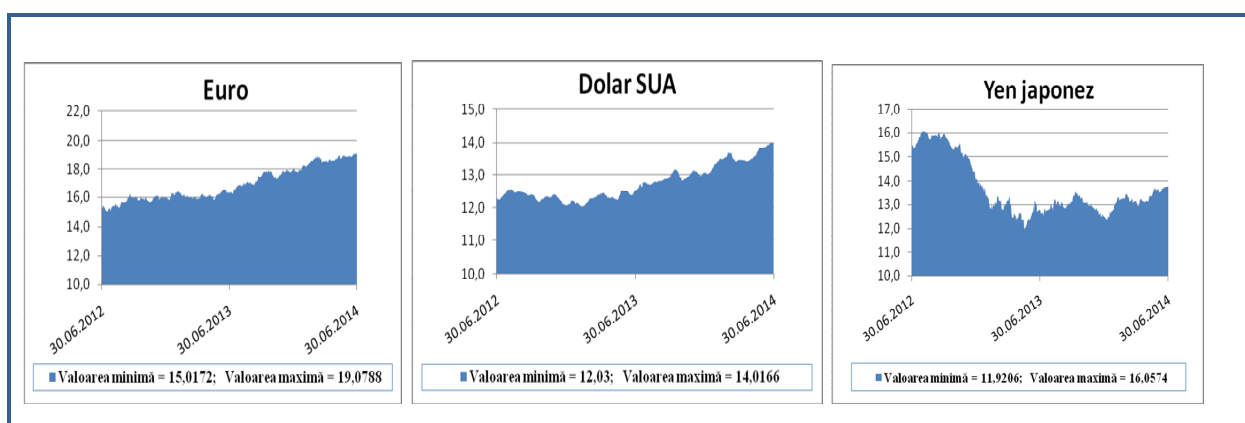


Fig. 11. Evoluția cursului de schimb al leului moldovenesc, în perioada 30.06.2012 – 30.06.2014

Sursa: www.bnm.md

Pentru a urmări efectele șocurilor stabilite asupra portofoliului datoriei de stat, sînt analizați indicatorii: ponderea datoriei de stat în PIB, ponderea serviciului datoriei de stat în PIB și ponderea serviciului datoriei de stat în veniturile pe componenta de bază a bugetului de stat. Evoluția acestor indicatori prezintă variațiile volumului datoriei de stat și ale costurilor aferente acestora sub influența șocurilor analizate.

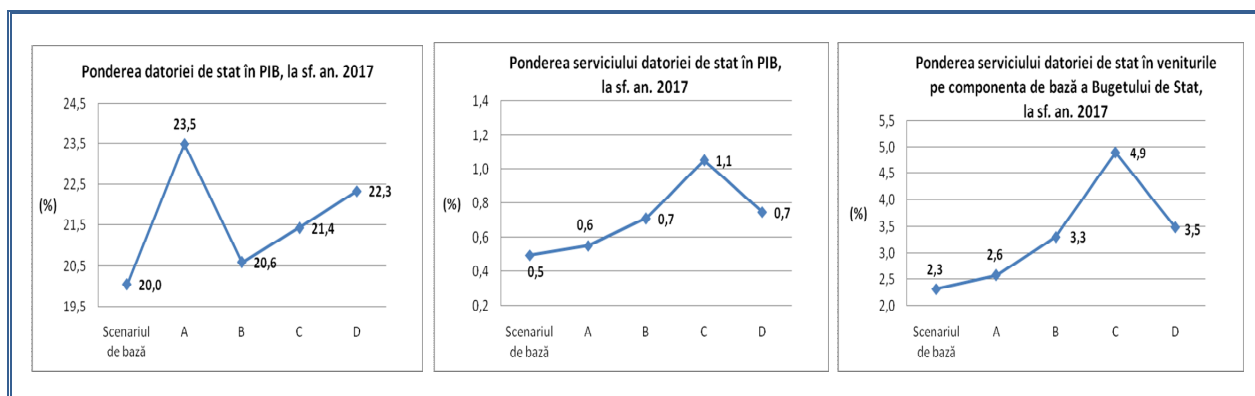


Fig. 12. Evoluția indicatorilor datoriei de stat sub influența șocurilor ținând cont de modificarea condițiilor de piață, conform situației de la sfârșitul anului 2017

La calcularea indicatorilor prezentați nu au fost incluse instrumentele de datorie alocarea de drepturi speciale de tragere și valorile mobiliare de stat convertite, din cauza condițiilor specifice care le caracterizează.

Principalele concluzii formulate în baza datelor prezentate și analizate sunt următoarele:

1) volumul datoriei de stat prezintă cea mai mare expunere față de riscul valutar. Astfel, la o depreciere de 30% a leului moldovenesc față de dolarul SUA, euro și yenul japonez, ponderea datoriei de stat în PIB se mărește cu 3,5 p.p.;

2) Serviciul datoriei de stat, adică costul asociat acesteia este expus în cea mai mare măsură riscului ratei de dobândă. Astfel, în cazul șocului asociat majorării considerabile a ratelor de dobândă, indicatorul ponderea serviciului datoriei de stat în PIB se mărește cu 0,6 p.p., sau de circa două ori, iar indicatorul ponderea serviciului datoriei de stat în veniturile pe componenta de bază a bugetului de stat se majorează cu 2,6 p.p., de la 2,3% până la 4,9%.

În concluzie, portofoliul datoriei de stat se încadrează, pe termen mediu, în limite rezonabile în ceea ce privește riscurile asociate, însă riscul valutar și cel al ratei de dobândă ar putea crea presiuni asupra portofoliului datoriei de stat în cazul modificărilor considerabile ale indicatorilor de piață.

Glosar

În sensul prezentului Program, următoarele noțiuni semnifică:

1) *analiza de sustenabilitate* – tehnică utilizată pentru a determina modul în care diferite valori ale unei variabile independente (de exemplu creșterea economică etc.) vor afecta o anumită variabilă dependentă (de exemplu datoria de stat) dat fiind un set de presupuneri;

2) *managementul riscurilor datoriei de stat* – proces orientat spre menținerea unei structuri optime a datoriei de stat. Cu toate acestea, este un proces strâns legat de și direct direcționat pe mai multe dimensiuni, precum:

a) *cadru macroeconomic* (creșterea economică în Moldova și în restul lumii, rata inflației, crizele economice globale);

b) *cadru bugetar-fiscal* (volumul necesităților de finanțare);

c) *condițiile pieței* (nivelul ratelor dobânzii pe piața autohtonă și internațională, cursul valutar, cererea pentru valorile mobiliare de stat);

d) *cadru instituțional și legal* (modificări în legislație);

3) *perioada medie de maturitate (ATM)* – indicator de măsură a riscului de refinanțare asociat portofoliului datoriei de stat. Perioada medie ATM este perioada medie, exprimată în ani, în care toată datoria existentă va fi rambursată. Cu cât mai mare este maturitatea instrumentelor de datorie, cu atât mai mic este riscul de refinanțare și mai mare ATM;

4) *perioada medie de refixare (ATR)* – indicator de măsură a riscului ratei de dobândă asociat portofoliului datoriei de stat. ATR reprezintă perioada medie, exprimată în ani, pentru care costurile serviciului datoriei de stat sînt fixe. Cu cât mai mare este ponderea datoriei de stat pe termen scurt și cu rata dobânzii flotantă, cu atât este mai mare riscul ratei de dobândă și mai mic ATR;

5) *riscurile de piață* – riscuri asociate cu modificările prețurilor de piață, cum ar fi ratele de dobândă, ratele de schimb valutar etc., și impactul acestora asupra costurilor deservirii datoriei de stat;

6) *riscul de refinanțare* – tip de risc este strâns legat de riscul ratei dobânzii, referindu-se la probabilitatea incapacității de obținere de noi surse de finanțare pe măsură ce datoria ajunge la scadență sau obținerea finanțării la costuri foarte înalte. Acest fapt depinde de nivelul de dezvoltare a pieței

financiare interne (lichiditatea și evoluțiile ratelor dobânzilor), precum și de evoluția piețelor financiare internaționale.

Deoarece riscul de refinanțare se limitează la riscul că datoria va putea fi refinanțată la rate de dobândă ridicate, acesta poate fi considerat ca aparținând riscurilor de piață. Cu toate astea, incapacitatea de refinanțare a datoriei și/sau majorarea considerabilă a costurilor de finanțare poate evolua într-o criză a datoriei și, prin urmare, poate cauza pierderi economice reale. Din acest motiv, în plus la efectele pur financiare ale ratelor de dobândă ridicate, acest tip de risc este, de obicei, tratat separat;

7) *riscul operațional* – multitudine de tipuri de riscuri, cum ar fi erori la diferite etape în executarea și înregistrarea tranzacțiilor, imperfecțiuni sau eșecuri în controalele interne ori în sisteme și servicii, riscuri juridice, încălcări ale securității sau calamități naturale care pot afecta activitatea de afaceri;

8) *riscul ratei de dobândă* – risc de modificare a ratelor de dobândă pe piața financiară internă sau externă, care este influențat de volatilitatea ratelor de dobândă, politica monetară și bugetară, evoluția piețelor financiare internaționale. Aceste modificări pot influența asimetric costurile datoriei în raport cu bugetul de stat și pot conduce la devieri față de bugetul planificat. Portofoliul datoriei de stat este expus riscului ratei de dobândă prin datoria contractată la rate flotante și prin datoria care ajunge la scadență și urmează a fi refinanțată în decurs de un an. În ambele cazuri, ratele de dobândă sînt ajustate în conformitate cu ratele curente de pe piață;

9) *riscul valutar* – parte componentă a riscului de piață care exprimă posibilitatea ca fluctuația cursurilor de schimb să afecteze negativ sau pozitiv costurile datoriei de stat, avînd impact și asupra bugetului. Datoria exprimată în valută străină sporește volatilitatea costurilor deservirii datoriei de stat exprimate în monedă națională.